

哈药股份(600664.sh)

被忽略的医药龙头企业

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-87555888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

杨挺 医药行业 研究助理

电话: 020-87555888-897

eMail: yt8@gf.com.cn

公司历史及股权结构

哈药股份无论从历史还是股权结构都体现出明显的国企特色,这也决定了公司的两大特点:政府资源丰富、经营以稳健为主。股权结构中中国建银投资有限公司的股权有可能对股价造成压力。

公司业务稳健中不乏亮点

哈药总厂以完整的产业链和大规模的产能领先于其他对手,并且对原料药价格波动有很强的抗风险能力,我们预期总厂将保持 10%-15% 的速度稳定增长。哈药六厂曾经依靠广告实现了辉煌,目前六厂缺乏增长的动力,业绩将保持平稳。中药公司在整合之后表现出色,拥有 11 个中药保护品种,其中注射用丹参、注射用双黄连和胃尔康颗粒销售过亿元,工业全年有望达到 8 亿元。医药公司依靠毛利率提升和费用率的下降,使净利率几乎翻倍,由于医药公司在全省的网络,我们对其将来非常看好。

费用率趋于稳定

目前公司经营基本稳定,我们认为费用率的压缩也很难有进一步的空间,将来的公司费用率将基本稳定在目前水平。

股改承诺提升公司预期

我们对公司 26 亿的股改承诺有以下几点判断: 1、集团公司旗下两个医药公司注入预期较高,但还不够; 2、公司注入现金的可能性不高; 3、预计明年注入方案将逐渐清晰,将刺激公司股价,值得投资者关注。

盈利预测与投资评级

我们计算得到公司 09 年至 11 年公司 EPS 为 0.79 元、0.89 元、0.98 元,对应 09 至 11 年 PE 为 23 倍、21 倍、19 倍,考虑到公司估值水平和资产注入预期,给予公司“买入”的投资评级,目标价格 24 元,相当于 09 年 30 倍 PE。

风险提示

1、资产注入情况目前不确定性还非常高; 2、其他厂的中药注射剂事故可能对公司产品销售造成影响; 3、中国建银投资有限公司所持有的股票有继续减持的可能。

公司评级

买入

当前价格(元)	18.77
目标价格(元)	24.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	11.62%	7.21%	71.29%
上证综指	2.14%	8.23%	65.47%

股票数据

总股本(万股)	124,200.5
	5
流通 A 股(万股)	81,029.96
主要股东:	
	哈药集团有限公司
主要股东持股比例	34.76%
流通 A 股比例	65.24%

财务比率

ROE	14.90%
ROA	8.91%
资产负债率	40.22%
每股净资产(元)	4.66

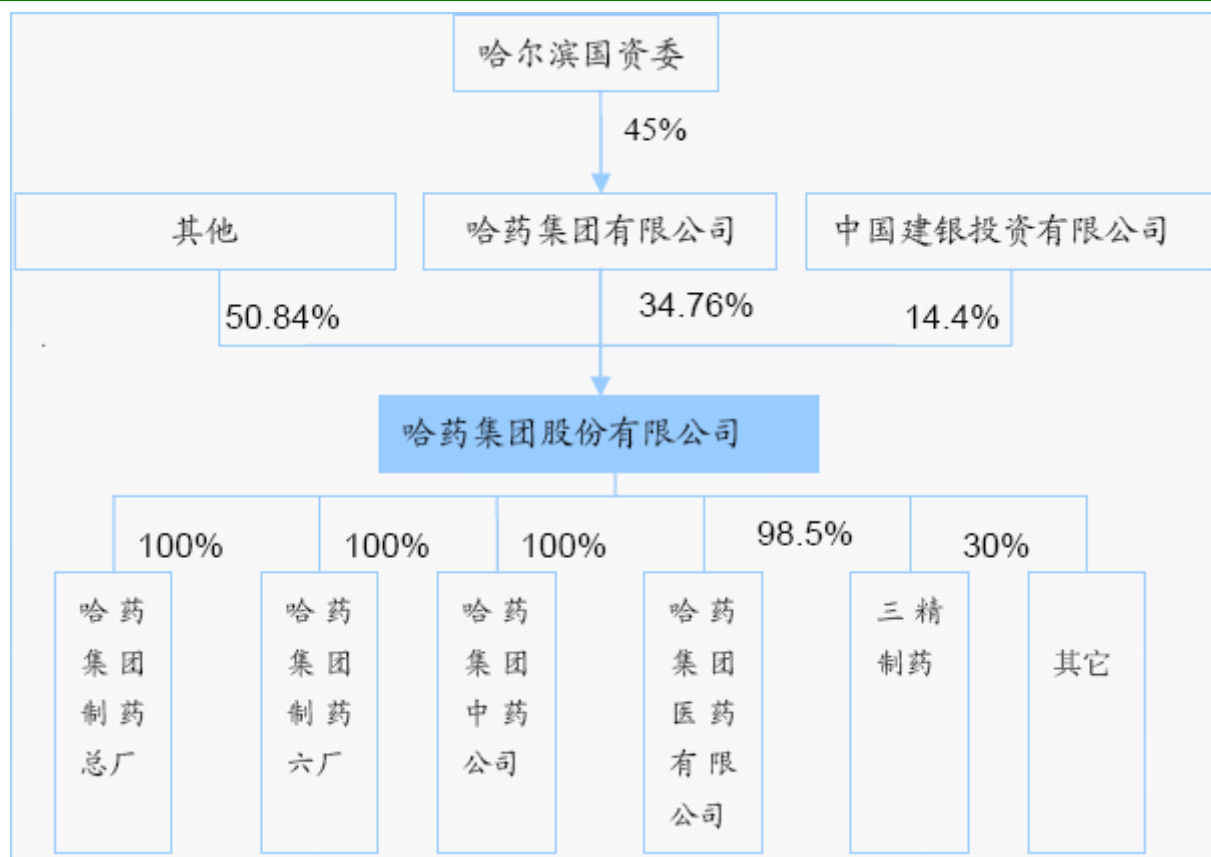
2008 年报数据。

公司历史及股权结构

哈药股份的前身是1989年由31家国有企业组建的“哈尔滨医药集团股份有限公司”，1991年改组更名为“哈尔滨医药股份有限公司”，由31家国有企业中的12家效益较好的企业组成。1993年，公司以股票简称“哈医药”挂牌上市。2000年公司改名为“哈药集团股份有限公司”。

公司与08年完成股改，股改后哈尔滨国资委通过哈药集团成为公司的实际控制人，而中国建银投资有限公司手里仍然有不少公司的股权。

图1：公司股权结构示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

从公司历史和股权情况，我们认为公司有以下几个特点：

1. 公司的品牌全国闻名，与政府保持了良好的关系，在哈尔滨甚至是黑龙江省处于绝对的优势地位，在全国范围内都属于医药龙头企业之一；
2. 公司无论从历史沿革还是从股权结构上都具有浓厚的国企色彩，这也决定了公司的经营以稳健为主；
3. 中国建银投资有限公司手里仍然有不少公司的股权，建银的减持将成为公司股票价格的持续压力。

公司业务稳健中不乏亮点

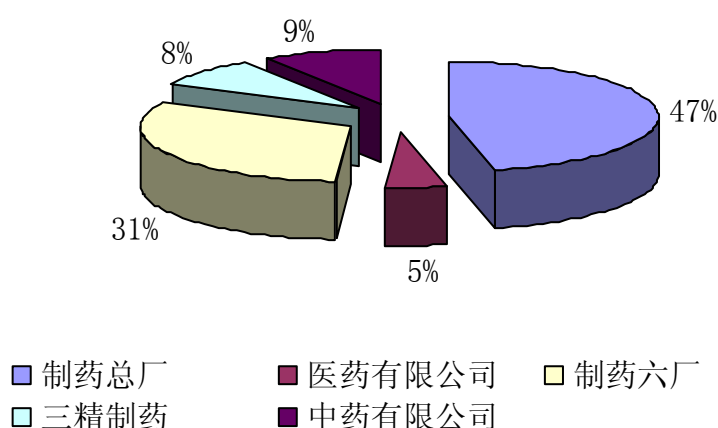
上市公司的母公司本身并不经营具体业务，利润主要来源于旗下的5家子公司，其中哈药总厂在众多子公司中贡献最大，贡献了将近一半的净利润，而医药公司和中药公司今年的表现比较出色。

表 1: 公司各子公司情况

子公司名称	拥有股权比例	主营业务	08 年获得净利润
哈药集团制药总厂	100%	抗生素原料和制剂	4 亿元
哈药集团医药有限公司	98.5%	医药批发和销售	0.4 亿元
哈药集团制药六厂	100%	OTC 和保健品	2.7 亿元
三精制药股份有限公司	30%	OTC 和保健品	0.7 亿元
哈药集团中药有限公司	100%	中药注射剂	0.8 亿元

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 2: 公司 08 年各子公司盈利能力比较



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

制药总厂：稳健发展

制药总厂主要生产青霉素类和头孢类抗生素的原料和制剂，品种齐全、产业链完整、成规模。作为国内抗生素生产的传统四大家族之一，哈药总厂具有超过8000万吨中间体和原料药、23亿支针剂、60亿粒胶囊的生产能力。抗生素产品线覆盖了青霉素类和头孢类的整条产业链：中间体（6-APA、GCLE、7-ACA）、青霉素类和头孢类的各种原料药、制剂。

我们认为象哈药总厂这样大规模的抗生素生产企业有以下几点优势：

1. 对整条产业链的控制：哈药总厂拥有从抗生素母核一直到制剂的生产能力，并且产能巨大，能够对市场产生影响力，并为适应市场变化调整产品结构；
2. 抗风险能力强：抗生素原料药的价格波动非常明显，而且难以把

握，而公司拥有完成产业链，不仅可以保证原料的稳定供应，还可以对抗市场风险，稳定盈利水平；

3. 利于质量控制：药品生产中质量控制是重点，公司可以从起始原料至最后成品实行严格管理，有利于产品质量控制；

4. 利于成本控制：抗生素产品生产是高能耗、高污染的行业，能源成本和环保成本都比较高，公司拥有完整的产业链条和较大的生产规模，可以在很大程度上压缩成本，保持对竞争对手的优势。

近年来原料药价格波动比较大，而且今年抗生素原料药的价格一度跌入低谷。以青霉素工业盐为例，由于金融危机和同行之间的恶性竞争，价格最低达到50元/BOU左右；后来又由于部分生产企业调整产品结构或搬迁，使产品价格上升到75元/BOU左右。

我们认为两个价格都不合理：前者几乎是成本价，大部分企业都无法在这一价位长期生存；而后一价位是由于短期的供给短缺，但市场里并没有竞争者退出，所以价格在对手调整结束后还会回落，最终的价格大概在65元/BOU左右。

表 2：公司主要原料药价格情况

种类	08 年均价	09 年最高价	09 全年最低价	目前价格
青霉素工业盐	75	160	50	75
6-APA	265	490	170	250
7-ACA	824	1000	660	850

数据来源：健康网

我们认为原料药的价格波动不会对公司利润产生较大影响，原因是：1、公司终端产品以制剂为主，占到70%以上；2、公司拥有完整的产业链，可将原料药价格波动带来的影响在内部消化。

因此传统的抗生素产品将保持相对稳定的趋势，而增长将主要来自小头孢产品。公司长期保持了3%左右的研发投入，预计两三年左右会有新产品上市。我们认为在业绩基数已经很大的前提下，公司将保持10%-15%的速度稳定成长。

哈药六厂：辉煌转向平淡

提到哈药六厂，我们很容易联想到当年铺天盖地的广告轰炸。这是一个缔造了中国医药广告神话的公司，从一个00年以前仅几亿元销售额的公司在几年内销售额超过20亿元，获得了丰厚的利润。

表 3：公司主要产品

分类	品名
药品	严迪（罗红霉素分散片）、护彤（儿氨酚黄那敏颗粒）、泻痢停（颠茄磺苄啉片）、为消（乳酸菌素片）、双黄连糖浆
保健品	哈药六牌钙加锌口服液、新盖中盖牌高钙片、新盖中盖牌儿童钙片、新盖中盖牌乳酸钙口服液、朴雪乳酸亚铁口服液
其他	部分饮料产品

数据来源：公司宣传材料

后来《处方药与非处方药分类管理办法》规定处方药只准在专业性医药报刊进行广告宣传，哈药六厂的广告轰炸受到极大限制，部分处方药销售出现了下降，销售额从巅峰时期的超过20亿元萎缩到目前的14-15亿元左右。

我们认为哈药六厂今年销售额大概15亿以上，利润水平有一定提高，但将在相当长一段时间维持今年水平，难有明显突破，原因如下：

1. 目前广告无法提高处方药的销售额；
2. 而几个主要的保健品又已经进入成熟期，难有明显增长；
3. 短期内难有新的实力产品投放市场；
4. 厂级领导平稳完成交替，经营策略没有大的变化，但通过压缩费用使盈利能力有所增强。

中药厂：持续成长

中药公司于2008年10月在原中药二厂、中药三厂和世一堂三家企业的基础上合并成立，主要生产中药注射剂和传统中药，是亚洲最大的中药粉针基地，也是国内生产规模最大、质量控制严格的中药针剂生产企业。拥有11个中药保护品种，其中注射用丹参、注射用双黄连和胃尔康颗粒销售过亿元。

表 4：公司主要产品

分类	产品名
中药注射剂	注射用丹参、注射用双黄连
其它中药制剂	冠心泰丸、治感佳胶囊、丹佛胃尔康颗粒、金贝痰咳清颗粒、牛黄降压片、牛黄降压片等

数据来源：公司宣传材料

合并后的中药厂在各个方面都有所加强：

1. 营销：目前中药厂的销售网络可以实现全国覆盖，并且成立了临床事业部、OTC事业部和流通事业部来分管销售各环节；
2. 研发：原中药二厂有较好的研发基础，在此基础上，中药厂成立了条件更好的研发中心；
3. 管理：由于产品更集中，生产规模更大，生产成本得到有效降低，生产效率也有明显提高。

在企业结构发生良好改变的同时，公司产品也同样表现出色，公司的两大产品注射用丹参和注射用双黄连都实现了20%以上增长，而这一趋势有望在将来得以持续，牛黄降压片和冠心泰丸有望成为将来的重点品种，公司获得的新产品刺五加有望在近期上市，另外，公司还收购了一家河南的商业公司。今年前三季度工业完成销售额6亿元，预计全年有望达到8亿元，明显超过去年水平。

医药公司：盈利能力得到增强

医药公司是黑龙江最大的医药商业企业，下属4个批发企业，1个连锁药店，公司批发业务占3/4，零售业务占1/4，占领黑龙江省内的医药批发业务80%的市场份额和医药零售业务70%市场份额，几乎已经形成垄断局面。

表 5: 医药公司下属公司情况

下属公司名	业务	营业网点数
人民同泰医药连锁店	药品零售	市内 300 家 全省 1000 家
新药特药分公司	药品批发	
药品分公司	药品批发	
康德药品分公司	药品批发	批发网点全省 1000 多家
保康药品分公司	药品批发	

数据来源: 公司宣传材料

我们认为公司在近期和长期都将有优秀表现:

近期盈利能力提升

公司今年毛利率得到提升, 费用率相对下降, 使盈利能力大幅提升:

1. 公司通过调整销售结构, 使毛利率得到提升, 预计能达到12%左右;

2. 以前省以下还有其他招标, 而现在仅有省级招标, 使公司这样网络广、实力强的企业占有了优势, 也使费用率得以明显压缩;

公司本身在黑龙江省占有明显优势, 网络建设已经成熟, 净利率本身就比一般企业高, 再加上前边两点因素, 利润率有望达到2.5%以上。

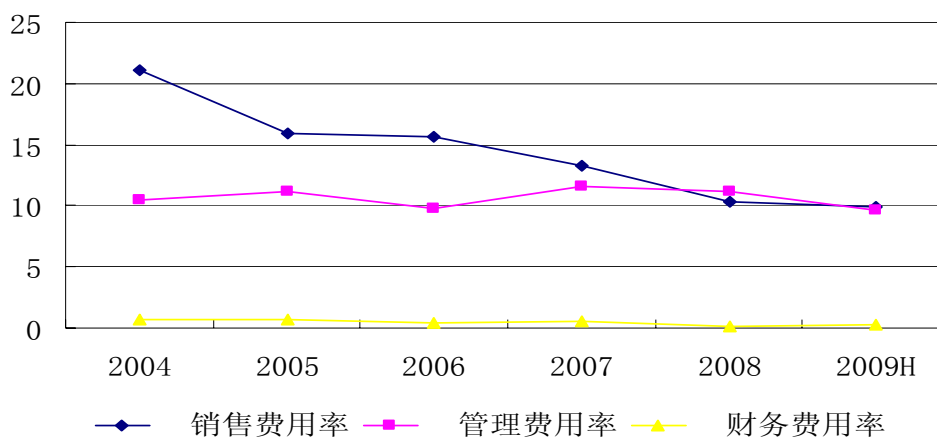
长期垄断地位巩固

新医改采取按省招标, 具有现代物流能力的药品经营企业或具条件的其它企业统一配送, 行业的集中度提高是一个必然趋势, 规模大的商业企业将从中受益。作为黑龙江省优势巨大的垄断医药商业企业, 医药公司将进一步扩大其垄断优势。

费用率将趋于稳定

由于公司近年来加强管理, 同时广告费用有一定的降低, 所以公司费用率呈现下降趋势, 盈利能力得到提升。

图 3: 公司各项费用率情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

目前公司经营基本稳定,我们认为费用率的压缩也很难有进一步的空间,将来的公司费用率将基本稳定在目前水平。

股改承诺提升公司预期

公司股改时曾经承诺了26亿元的优质资产注入,我们对这一承诺有以下几点判断:

1. 目前集团公司旗下有两家医药公司:哈药集团生物疫苗有限公司和哈药集团生物工程有限公司,我们认为这两家公司的注入预期比较高,但这两家公司的价值离26亿还比较远;
2. 公司目前现金充裕,而股改承诺资产注入后不降低上市公司ROE,且本身资产的ROE不低于11%,所以我们认为公司用现金补足剩余资产的可能性不高,考虑到哈药向来主业集中在医药领域,所以我们认为公司有可能会收购其他的医药公司注入。
3. 根据时间来看,这一注入需要在11年2月之前提出方案,11年8月之前完成,因此我们认为明年可能会有明显的动作。

我们认为这一事件值得投资者密切关注,并且会随这一事件的发展影响到哈药的股票价格。

盈利预测与投资评级

盈利预测

假设公司费用率变化如我们之前预期,所得税率15%,各主要业务情况如下:

表 6: 公司各业务预测情况

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
西药		602904.33	730855.52	840483.85	966556.43	1111539.89
	增长	-11.03%	21.22%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	28.94%	28.65%	28.50%	28.50%	28.50%
中药		118539.35	122672.50	153340.63	188608.97	226330.76
	增长	0.43%	3.49%	25.00%	23.00%	20.00%
	毛利率	31.04%	31.95%	33.00%	35.00%	35.00%
保健品		72541.58	77190.47	81821.90	86731.21	91935.08
	增长	-22.41%	6.41%	6.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	74.78%	71.47%	70.00%	70.00%	70.00%
总计		793985.26	930718.49	1075646.37	1241896.61	1429805.74
	增长	-10.70%	17.22%	15.57%	15.46%	15.13%
	毛利率	33.44%	32.64%	32.30%	32.39%	32.20%

数据来源: 广发证券发展研究中心

在以上假设的基础上我们计算得到公司09年至11年公司EPS为0.79元、0.89元、0.98元，对应09至11年PE为23倍、21倍、19倍。

投资评级

我们认为公司目前股票价格偏低，具备投资价值，原因如下：

1. 目前医药板块估值已经超过30倍，而公司目前的估值仅23倍，与公司行业龙头的地位极不符合；
2. 公司股改承诺的资产注入被市场广泛关注，随注入方案的不断明朗，有望持续刺激公司股价。

基于以上几点，我们给予公司“买入”的投资评级，目标价格24元，相当于09年30倍PE。

风险提示

1. 资产注入情况目前不确定性还非常高；
2. 虽然哈药的中药注射剂目前使用情况良好，但其他厂的中药注射剂事故可能对公司产品销售造成影响；
3. 中国建银投资有限公司所持有的股票有继续减持的可能。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

哈药股份(600664)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。